WÄHRUNG AKTUELL – November 2025

Von Brian Knobloch und Dr. Felix Schmidt

Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Trotz des Trumpschen Zollchaos und der chinesischen Exportschwemme konnte die Wirtschaft der Eurozone im dritten Quartal um 0,2% im Vergleich zum Vorquartal zulegen. Besonders stark fiel das Wachstum mit 0,6 % in Spanien aus (s. Abb. 1). Die Eurozonenkonjunktur hat im dritten Quartal insgesamt positiv überrascht und könnte im nächsten Jahr sogar noch an Schwung gewinnen. Stützend wirkt sich aus, dass der Arbeitsmarkt in der Eurozone trotz des verhaltenen Wachstums weiterhin stabil ist, die Unsicherheit im Handelsstreit mit den USA nachgelassen hat und die EZB-Zinssenkungen zunehmend in der Realwirtschaft ankommen. Im kommenden Jahr ist darüber hinaus mit zusätzlichem Rückenwind durch die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, zu rechnen. Die größte Gefahr für die Eurozone geht derweil von der politischen Instabilität und der hohen Schuldenlast in Frankreich aus.

Die Europäische Zentralbank (EZB) befindet sich derzeit in einer recht komfortablen Lage. Die EZB befindet sich weiterhin in einer recht komfortablen Lage. Die Inflationsrate bewegt sich schon seit geraumer Zeit in der Nähe des Zweiprozentziels, während sich die Eurozonenkonjunktur von ihrer robusten Seite zeigt und voraussichtlich im kommenden Jahr noch weiter an Fahrt aufnehmen wird. Auf ihrer Sitzung am 30. November hat die EZB den Einlagesatz daher erneut bei 2,0 % belassen. Der nächste Zinsschritt dürfte sogar eine Erhöhung sein (s. Abb. 3). Es wird aber jedoch voraussichtlich bis Mitte 2027 dauern, bis eine erneut anziehende Inflation die EZB dazu veranlassen wird, den Leitzins wieder langsam in Richtung 3 % zu bewegen.

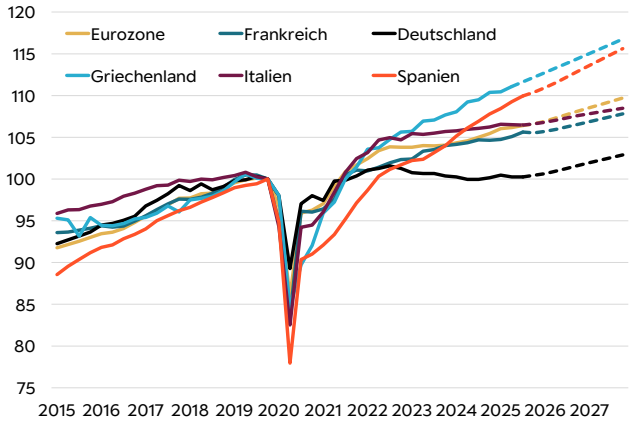
Im Vergleich zur EZB befindet sich die Federal Reserve (Fed) in einer deutlich schwierigeren Lage. Die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik unter Trump lassen die Inflation steigen, was eigentlich eine strikte Geldpolitik erforderlich machen würde. Gleichzeitig kühlt sich der US-Arbeitsmarkt derzeit ab, was wiederrum nach konjunkturstützenden Zinssenkungen verlangt. Zur Feinjustierung der Geldpolitik ist die Fed aktuell ganz besonders auf ein präzises Lagebild angewiesen. Es kommt daher zur Unzeit, dass aufgrund des aktuellen Shutdowns in den USA kaum Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden und sich die US-Notenbank somit derzeit im halben Blindflug befindet. Auf ihrer Sitzung am 29. Oktober ist die Fed aber wie erwartet auf Nummer sicher gegangen und hat den Leitzins erneut um 25 Basispunkte gesenkt. Anders als der Markt gehen wir jedoch bereits seit einiger Zeit davon aus, dass der zunehmende Inflationsdruck einer weiteren geldpolitischen Lockerung der Fed einen Riegel vorschieben wird und die US-Notenbank die Leitzinsspanne nicht unter den aktuellen Wert von 3,75 % bis 4,00 % absenken wird. Auch Aussagen von Fed-Chef Jerome Powell deuten darauf hin. Bei der Oktober-Sitzung betonte er, dass eine Zinssenkung im Dezember „bei weitem nicht ausgemacht" sei.

Wirtschaftliches Umfeld – Prognosen Eurozone

	2024	2025	2026	2027
BIP	0,8	1,4	1,2	1,5
Inflation	2,4	2,1	1,9	2,2
Arbeitslosenquote	6,4	6,3	6,2	5,8

In %.
Quelle: Berenberg

Abb. 1: Reales BIP, Q4 2019 = 100



Quelle: Berenberg, Eurostat

Abb. 2: EUR/USD Entwicklung

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Kurzfristig

Die Zinsentscheidung der Fed in der vergangenen Woche und die anschließende Pressekonferenz von Fed-Chef Jerome Powell haben die Erwartungen an weitere Zinssenkungen deutlich gedämpft. Während die Märkte zu Wochenbeginn die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im Dezember noch mit rund 96 % bewerteten, liegt sie inzwischen nur noch bei etwa 66 %. Erschwerend kommt hinzu, dass der anhaltende Regierungsstillstand in den USA zahlreiche Behörden lahmlegt und damit die Veröffentlichung wichtiger Daten, wie beispielsweise der Arbeitsmarktstatistiken, vorerst verhindert.
Nach dem Zinsentscheid der Fed am 29. Oktober verließ der EUR/USD die enge Handelsspanne der Vorwoche nach unten und testete das Niveau von 1,1520. Die eingeleitete Abwärtsbewegung könnte bei 1,15 sowie bei 1,1450 auf Widerstand stoßen. Ein Durchbruch dieser Marken würde das Ziel auf 1,1380 erweitern. Auf der Oberseite sind Tagesschlusskurse über 1,1680 erforderlich, um das derzeit negative Bild zu neutralisieren.

Mittelfristig

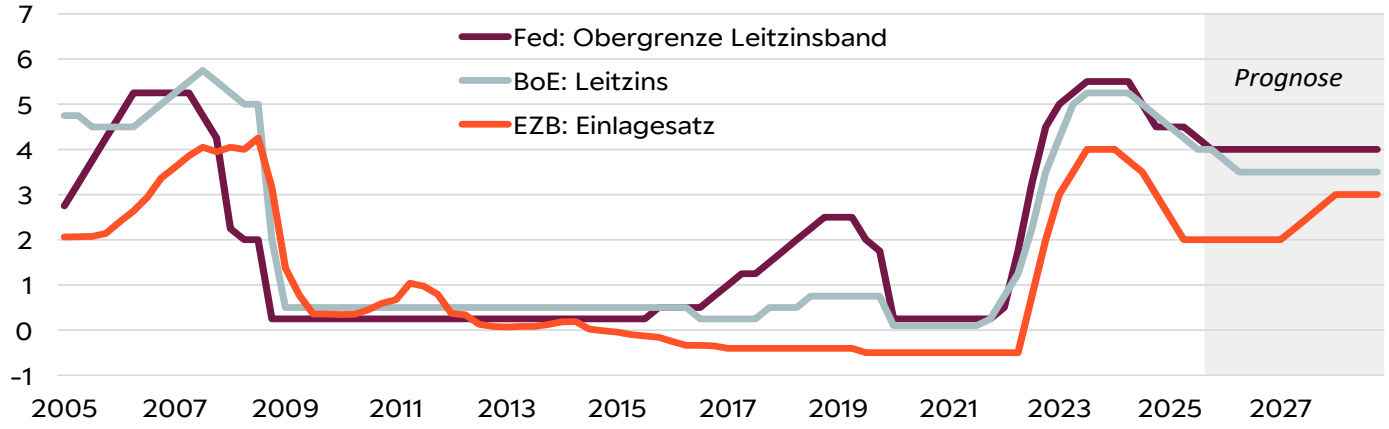
Im Haushaltsjahr 2025, das am 30. September endete, gab die US-Regierung über 1 Billion US-Dollar (fast 3,5 % des BIP) für Zinszahlungen auf ihre Schulden aus. Das übersteigt die Ausgaben für Medicare (987 Mrd. USD) und das Militär (869 Mrd. USD). Fast 80 % der staatlichen Schulden bestehen aus Anleihen und Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren und festen Zinssätzen. Daher werden Zinssenkungen der Fed kurzfristig keine wesentliche Entlastung bei den steigenden Zinszahlungen der USA bringen. Bisher haben Wetten auf Zinssenkungen der Fed und die Erwartung, dass die Auswirkungen der Zölle auf das Preisniveau nur temporär seien, dafür gesorgt, dass die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen trotz des alarmierenden Haushaltsausblicks bei etwa 4% verharrte.

Unsere Volkswirte rechnen damit, dass die hohen Zölle und die strikte Migrationspolitik unter Trump die Inflationserwartungen steigen lassen werden. Da dies die Erwartungen für weitere Zinssenkungen der Fed senkt und gleichzeitig das Vertrauen der Investoren in US-Institutionen derzeit schwindet, rechnen wir damit, dass die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen weiter ansteigen wird. Dies könnte den US-Dollar zum Jahresende noch einmal stützen.
Von der EZB sind in naher Zukunft wohl keine nennenswerten Impulse zu erwarten. Die schwierige Haushaltslage in Frankreich übt derzeit nur wenig Druck auf die EZB aus. Dies zeigt sich auch daran, dass bei der jüngsten EZB-Sitzung keine Frage an Frau Lagarde bezüglich der politischen Lage in ihrem Heimatland gestellt wurde. In Kombination mit dem stärkeren als erwarteten Wirtschaftswachstum im dritten Quartal in der Eurozone verringert dies die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Leitzinssenkung zusätzlich und stützt unsere Einschätzung, dass die EZB den Einlagesatz vorerst bei 2 % belassen wird.

Langfristig

Unser Blick bleibt trotz der jüngsten US-Dollar Erholung unverändert: Der US-Dollar steht strukturell unter Druck. Zu nennen sind hier vor allem das massive Haushaltsdefizit, mögliche Schwierigkeiten bei der Refinanzierung sowie wachsende (geld-) politische Unsicherheiten in den USA. Kapitalabflüsse aus den USA sind die wahrscheinliche Folge. Dies könnte den Dollar zusätzlich unter Druck setzen. Langfristig ist daher eine weitere Abwertung gegenüber dem Euro nicht auszuschließen, wobei die Kurse auch deutlich über der Marke von 1,20 liegen könnten. Auch Bewertungsmodelle auf Basis der Kaufkraftparität sprechen für eine Schwächephase des USD. Diese deuten bereits seit einiger Zeit auf eine Überbewertung gegenüber dem Euro hin. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert des EUR/USD aktuell bei etwa 1,30.

Abb. 3.: Wichtige Leitzinssätze in den USA und Europa



Obergrenze des Fed-Funds-Zielsatzes, BoE-Leitzins, Geldmarktsatz der EZB bis 2017, danach Einlagesatz
Quellen: EZB, Fed, BoE, Berenberg-Prognosen

Makro-Team

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung Konjunktur Trends

www.berenberg.de/publikationen

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding
Chefvolkswirt
T.: +44 7771 920377
E.: holger.schmieding@berenberg.com

London

Andrew Wishart
T.: +44 20 3753 3017
E.: andrew.wishart@berenberg.com

London

Dr. Salomon Fiedler
T.: +44 20 3753-3067
E.: salomon.fiedler@berenberg.com

London

Atakan Bakiskan
T.: +44 20 3207 7873
E.: atakan.bakiskan@berenberg.com

Frankfurt

Dr. Felix Schmidt
T.: +49 69 913090 1667
E.: felix.schmidt@berenberg.de

Themenseite Volkswirtschaft

https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/

Autoren

Brian Knobloch
Devisenhandel

T.: +49 40 350 60-254
E.: brian.knobloch@berenberg.de

Dr. Felix Schmidt
Volkswirtschaft

T.: +49 69 91 30 90–1167
E.: felix.schmidt@berenberg.de

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen. Datum 14.08.2025

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de/
info@berenberg.com